

## JAXX AG

### Zusammenfassung

- **Dynamische Erlösentwicklung:** Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 konnte JAXX den Konzernumsatz um 67 Prozent auf 123,5 Mio. Euro ausweiten. Verantwortlich für den starken Anstieg war vor allem das prosperierende Sportwettengeschäft des Ablegers myBet.com sowie die Konsolidierung der pferdewetten.de AG nach der Mehrheitsübernahme.
- **Altlasten bereinigt:** Im Jahresabschluss wurde der nahezu vollständige Ausstieg aus dem alten Kerngeschäft, der Lottovermittlung in Deutschland, bilanziell verarbeitet, was maßgeblich zum Verlust in Höhe von 16,9 Mio. Euro beitragen hat. Auch bei anderen Risikopositionen wie dem Firmenwert und latenten Steuern erfolgten umfangreiche Korrekturen, so dass die Gesellschaft nun befreit von Altlasten im europäischen Glücksspielmarkt expandieren kann.
- **Neue Wachstumstreiber:** Vor allem die spanische Lottotochter sowie myBet.com sollen Umsatz und Profitabilität im laufenden Jahr weiter steigern. In Summe erwartet das Management für den Konzern einen zweistelligen Erlöszuwachs.
- **Vervielfachungschance:** Im Fall der von uns unterstellten erfolgreichen Fortsetzung der Internationalisierungsstrategie sehen wir den fairen Kurs bei 3,64 Euro, ein hohes Kurspotenzial von fast 250 Prozent.

## Spekulativ kaufen (unverändert)

**Kursziel** **3,64 Euro**  
Aktueller Kurs 1,05 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	1,26	1,53	3,00
Tief (Euro)	1,00	0,98	0,98
Performance	0,00%	-29,53%	-60,53%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	21.711	29.267	68.925

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE000A0JRU67 / A0JRU6
Branche	Glücksspiel
Sitz der Gesellschaft	Altenholz
Internet	www.jaxx.de
Ausstehende Aktien	16,02 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 1999
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	16,8 Mio. Euro
Free Float	100 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	73,9	123,5	138,9	152,8	CAGR Umsatz 07-10 (e)	27,4%
Umsatzwachstum	45,0%	67,2%	12,5%	10,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	n.a.
EBIT (Mio. Euro)	-4,9	-10,4	2,4	3,7	CAGR EpS 07-10 (e)	n.a.
EBIT-Marge	-6,6%	-8,4%	1,7%	2,4%		
EpS	-0,36	-1,05	0,09	0,14	Enterprise Value (Mio. Euro)	19,4
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	8,5
KUV	0,23	0,14	0,12	0,11	EV / Umsatz 09 (e)	0,1
KGV	-	-	12,1	7,3	EV / EBT 09 (e)	8,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	2,0

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Hohes Umsatzwachstum

Dank der erfolgreichen Expansion der Tochter myBet.com, die ihre Kundenbasis im EM-Jahr deutlich ausweiten konnte, steigerte der JAXX-Konzern seine Umsätze mit Sportwetten in 2008 um beachtliche 73 Prozent auf 73,9 Mio. Euro. Ebenfalls stark zugelegt hat das Segment Pferdewetten (+1.137 Prozent auf 25,8 Mio. Euro), wobei dies auf die erstmalige Konsolidierung der pferdewetten.de AG (ehemals Sportwetten.de) zurückzuführen ist, an der die Gesellschaft zu Beginn der Finanzperiode die Mehrheit übernommen hatte. Das ehemalige Kerngeschäft Lottovermittlung schrumpfte hingegen um 18 Prozent auf 23,8 Mio. Euro, da die Auswirkungen des neuen Glücksspielstaatsvertrages die Geschäfte in Deutschland massiv behinderten. In Spanien hingegen, dem Markt mit den weltweit höchsten Lottoausgaben pro Kopf, hat der dortige Ableger DigiDis dank neuer Kooperationen seinen Nettoumsatz um 200 Prozent auf 4,5 Mio. Euro erhöht und damit eine noch stärkere Kontraktion des Bereichs verhindert.

### Gemischte Bilanz

Mit einem kumulierten Konzern-Nettoumsatz von 123,5 Mio. Euro (+67 Prozent) hat das Unternehmen die in unserem Update vom 20. November formulierten Erwartungen (115,5 Mio. Euro) deutlich übertroffen. Während dabei die Einnahmen aus den Segmenten Lotto (unsere Prognose: 22 Mio. Euro) und Pferdewetten (Prognose: 27 Mio. Euro) nur leicht über bzw. unter unseren Schätzungen lagen, stellte vor allem der Sportwettenumsatz (Prognose: 66,5 Mio. Euro) dank der Nettoeinnahmen von 24,5 Mio. Euro im vierten Quartal eine sehr positive Überraschung dar. Obwohl der Bereich zwischen Oktober und Dezember ein ausgeglichenes EBITDA erzielen und damit die Anlaufverluste in Großbritannien kompensieren konnte, lag die Ergebnisentwicklung der Gruppe aber insgesamt erheblich unter unserer Schätzung (0,6 Mio. Euro) sowie der unternehmenseigenen Prognose, die ein deutlich positives Ergebnis vorsah. Stattdessen musste für 2008 nun unter dem Strich ein Fehlbetrag von 16,9 Mio. Euro ausgewiesen werden. Einen Überblick über die wichtigsten Kennzahlen liefert die nachfolgende Tabelle.

Geschäftszahlen	Jahr 2007	Jahr 2008	Änderung
Nettoumsatz	73,9	123,5	+67,3%
- Sportwetten	42,69	73,93	+73,2%
- Pferdewetten	2,09	25,80	+1.137,4%
- Lotto	29,08	23,81	-18,1%
EBITDA	6,51	5,96	-8,4%
EBIT	-4,88	-10,44	-113,9%
Ergebnis	-5,70	-16,92	-196,8%

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

### *Altlasten bereinigt*

Diese enorme Diskrepanz beruht allerdings weniger auf der Entwicklung im operativen Geschäft, als vielmehr auf mehreren Sonderfaktoren, die in der Bilanz 2008 berücksichtigt wurden. So hat der neue Glücksspielsstaatsvertrag und die anschließende Auslegung der Behörden dem privaten Lottovermittlungsgeschäft in Deutschland zunächst weitgehend die Grundlage entzogen, weswegen sich JAXX nahezu vollständig aus dem Bereich zurückzieht. Mit Ausnahme von Schleswig-Holstein und Nordrhein-Westfalen wurde deswegen auch der territoriale Vertrieb mit Partnern wie Schlecker eingestellt und die Investitionen in Lottoterminals in Höhe von 4 Mio. Euro vollständig abgeschrieben. Als Nebeneffekt erscheint auch die Nutzung früherer Verlustvorträge nur noch eingeschränkt möglich, weswegen die aktiven latenten Steuern um 5,5 Mio. Euro reduziert wurden. Eine dritte große Sonderbelastung resultierte aus der Korrektur der ausgewiesenen Firmenwerte von pferdewetten.de und von dem Tippgemeinschaftsvermarkter DSM um insgesamt 4,5 Mio. Euro. Damit hat die Gesellschaft dem schwachen Wirtschaftsumfeld Tribut gezollt und die neuen Anätze auf sehr konservativen Prognosen begründet, die weitere außerplanmäßige Abschreibungen unwahrscheinlich machen sollten. Bereinigt um sämtliche Sondereffekte lag das EBIT im vierten Quartal aber bereits im positiven Bereich.

### **Ausblick**

#### *Transformation gelungen*

Obwohl der Umbau der Geschäftsaktivitäten infolge der geänderten rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland den Ertrag in 2008 noch einmal spürbar belastet hat, ist doch zu erkennen, dass der Umbau von JAXX zu einem europäischen Glücksspielkonzern mittlerweile geglückt ist. Derzeit wird nach Angaben des Managements kein Geschäft mehr betrieben, das mit dem neuen Staatsvertrag im Konflikt steht; ohnehin werden mittlerweile mehr als 90 Prozent der Erlöse über Auslandsaktivitäten erzielt. Vor diesem Hintergrund sah Gründer und Vorstandssprecher Rainer Jacken den Zeitpunkt gekommen, um in den Aufsichtsrat zu wechseln. Seine Position wurde am 1. April von Mit-Vorstand Mathias Dahms übernommen und das Führungsgremium im Zuge dessen auf zwei Personen verkleinert.

#### *Fortsetzung der Wachstumsstrategie*

Inhaltlich dürfte sich durch den Wechsel an der Expansionsstrategie des Konzerns nichts ändern. Einen Schwerpunkt wird nach Angaben des Vorstands weiterhin der Ausbau der Marktposition im europäischen Sportwettengeschäft darstellen. Hier liegt nach wie vor ein besonderer Fokus auf den noch wenig gesättigten Märkten in Osteuropa, aber auch in Italien und vor allem Frankreich wird der Einstieg forciert, da hier die alten Monopolstrukturen zunehmend aufweichen. Ebenfalls deutlich zulegen soll erneut der spanische Ableger DigiDis, der dank der in den letzten zwölf Monaten abgeschlossenen neuen Kooperationen das Lotto-Vermittlungsvolumen auf 30 Mio. Euro nochmals verdoppeln könnte.

und dabei auch im Tippgemeinschaftsgeschäft zügig expandiert. In Summe sieht das Management daher trotz der Einbußen in Deutschland, die aus der fast vollständigen Einstellung der hiesigen Aktivitäten resultieren, eine gute Basis für ein erneut zweistelliges Umsatzwachstum.

**Aktualisierung unserer Schätzungen**

Wir bleiben daher bei unserer Prognose einer Erlössteigerung von 12,5 Prozent in 2009, allerdings von einer entsprechend höheren Basis aus. Auch den Wachstumspfad für den Rest des Detailprognosezeitraums lassen wir unverändert. Bezüglich der Nettoendite nehmen wir hingegen sowohl für die laufende Periode als auch für die kommenden Jahre eine spürbare Reduktion vor. Obwohl wir grundsätzlich weiterhin eine deutliche Verbesserung der Profitabilität erwarten, berücksichtigen wir damit die durch die (weitgehende) Aufgabe des terroristischen Vertriebs noch stärker als erwartet schrumpfende Basis im ehemaligen Kerngeschäft Lotto. Zum jetzigen Zeitpunkt bleibt auch noch die Unsicherheit bestehen, inwieweit bestehende margenstarke Kundenbeziehungen nachhaltig in andere – vom Glücksspielstaatsvertrag nicht betroffene – Angebote transferiert werden können. Zudem muss sich nach einem unter dem Strich schwachen vierten Quartal im Pferdewettengeschäft noch zeigen, ob der Bereich nachhaltig in die Gewinnzone geführt werden kann. Die folgende Tabelle zeigt das aus diesen Änderungen resultierende Schätzmodell für die weitere Geschäftsentwicklung des Unternehmens in den nächsten acht Jahren:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	138,9	152,8	168,1	184,9	199,7	211,7	222,3	233,4
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Nettoendite	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Gewinn (Mio. Euro)	1,39	2,29	3,36	4,62	5,99	7,41	7,78	8,17
Gewinnwachstum		65,0%	46,7%	37,5%	29,6%	23,7%	5,0%	5,0%

**Fairer Wert 3,64 Euro je Aktie**

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 11,9 Prozent (risikoloser Zins 2,9 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,7) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 58,3 Mio. Euro oder 3,64 Euro je Aktie. Damit besteht gegenüber dem aktuellen Kurs ein Aufwärtspotenzial von fast 250 Prozent.

**Fazit**

**Unser Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“**

Mit den massiven Wertkorrekturen in der Bilanz für 2008 hat JAXX zweifelsohne negativ überrascht. Nichtsdestotrotz drücken diese vor allem – sicherlich zum letzten Mal in diesem Ausmaß – die Auswirkungen des drastischen Unternehmensumbaus aus, der durch eine Änderung der Regulierungsrahmens in Deutschland erzwungen wurde. Das hohe Umsatzwachstum von 67,3 Prozent zeigt

hingegen, dass der Konzern bei der Transformation zu einem europäischen Glücksspielkonzern erfolgreich voranschreitet. Sollte sich diese Entwicklung im laufenden Jahr auch erstmalig seit 2005 wieder in einem positiven Ergebnis niederschlagen, rechnen wir mit einem enormen Kurssprung der Aktie. Wir stufen das Unternehmen daher unverändert als spekulativen Kauf ein.

## Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

### Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

### Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH  
Innere Wiener Strasse 5b  
81667 München

**Telefon:** + 49 (0)89 / 44 77 16-0

**Fax:** + 49 (0)89 / 44 77 16-20

**Internet:** <http://www.performaxx.de>

**E-Mail:** [kontakt@performaxx.de](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

## Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

**Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH.** Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und ein Update. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
15.09.2008	2,30 Euro	Spekulativ kaufen
20.11.2008	1,49 Euro	Spekulativ kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)**

## Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker ([www.market-maker.de](http://www.market-maker.de)) erstellt.